



MEDIOBANCA
PRIVATE BANKING

I con Zero

La seconda generazione

Produttività e trend del mercato azionario



T con Zero

La seconda generazione

N.43 - GENNAIO 2026

Produttività e trend del mercato azionario

Si può vedere l'era dei computer dappertutto, tranne che nelle statistiche sulla produttività (Robert Solow)

La celebre battuta di Solow, del 1987, è stata pronunciata in anticipo di qualche anno, nel ciclo di crescita della produttività più grande degli ultimi 60 anni. Il tempismo è stato sfortunato, all'epoca, ma è anche vero che misurare la produttività è una delle sfide più impegnative con cui gli economisti si siano cimentati e che i trend di crescita si possono decifrare con chiarezza su orizzonti temporali di molti anni, mentre è più difficile capire in quale punto ci si trovi in tempo reale. Un discorso analogo a quello che si ascolta spesso per i mercati azionari: è più importante cogliere le tendenze di medio-lungo periodo che lasciarsi distrarre dalle oscillazioni di breve.

Una prospettiva diversa dal solito sul terreno di gioco per il 2026 dei mercati azionari

Non è un caso se andamento dei mercati azionari e crescita della produttività¹ sono accostati. L'aumento della produttività fornisce un importante contributo alla crescita dell'economia, poiché consente di ottenere di più da una stessa quantità di fattori produttivi. In altre parole, l'efficienza del sistema economico aumenta, e ciò rende più probabile che si verifichi un'espansione con riflessi contenuti sull'inflazione. La combinazione "crescita con inflazione moderata" si è storicamente dimostrata favorevole alle attività finanziarie rischiose (definite tali perché sensibili al buon andamento del ciclo economico).

Questa introduzione non è scolastica, ma funzionale a cercare di rispondere a una domanda che gli investitori si sono posti con una certa frequenza negli ultimi mesi: dopo un periodo prolungato di rialzi e performance dell'S&P 500 sopra il 15% per tre anni consecutivi, con valutazioni a premio rispetto ad altri mercati, il rischio di un'inversione di rotta delle borse sta aumentando in misura pericolosa?

Si può cominciare notando che, nella quasi secolare² storia dell'S&P 500, solo due volte è capitato di avere rialzi superiori al +15% (in Dollari e dividendi esclusi, barre in azzurro del grafico 1) per tre anni consecutivi, prima del triennio 2023-2025: nel 1995-1997 e nel 2019-2021. Il primo caso ha visto l'indice statunitense proseguire il rialzo nel biennio successivo. La performance, corposa, ha superato il +15% in ciascuno dei due anni. Nel secondo caso, il mercato-toro è stato interrotto dal violento e generalizzato calo dei mercati del 2022, con lo shock ai rendimenti dei titoli di Stato che è andato propagandosi alle altre attività finanziarie.

Il rialzo che, dal 1995, si è esteso per altri quattro anni potrebbe avere un elemento in comune con quello del 2023-2025: la presenza di un ciclo di crescita accelerata della produttività, probabilmente ancora in fase iniziale.

Grafico 2: Produttività del lavoro USA, andamento tasso di crescita annuo composto in periodi di 10 anni, 1969-2025

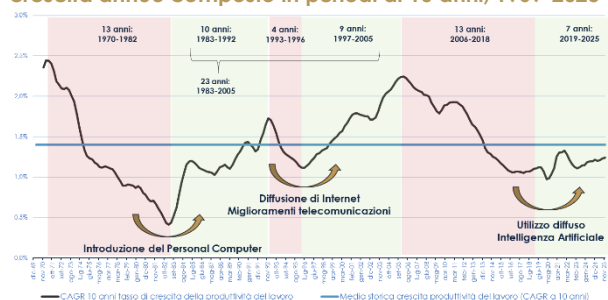


Grafico 1: S&P 500, performance annuali e anni sopra +15%

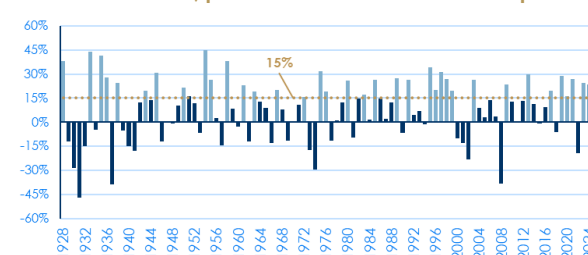
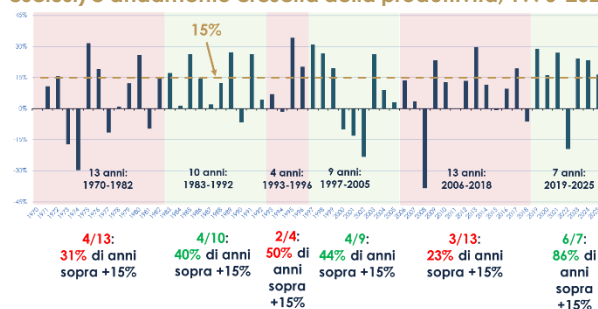


Grafico 3: Performance annuale S&P 500 (in USD e dividendi esclusi) e andamento crescita della produttività, 1970-2025



T con Zero

La seconda generazione

N.43 - GENNAIO 2026

Come mostrano i grafici 2 e 3, quando il tasso di crescita della produttività del lavoro è aumentato, nel passato è stato più probabile avere performance molto positive: dei 23 anni con performance dell'S&P 500 superiori al +15% dal 1970 in avanti, 14 si sono verificati in anni nei quali il tasso di crescita della produttività del lavoro USA, di cui si è misurato l'andamento composto su un periodo di 10 anni precedenti, era in aumento (aree verdi nei grafici, mentre le aree rosse rappresentano i periodi in cui il tasso di crescita della produttività del lavoro è diminuito). Leggendo l'informazione dall'altro lato (grafico 4), la frequenza di performance superiori al +15% in anni con il tasso di crescita della produttività del lavoro USA in aumento ha sfiorato il 54%: in pratica più frequenti di un anno su due.

È interessante notare come questa relazione tra aumento della crescita della produttività e migliori performance in borsa si sia presentata nel corso dei decenni anche a fronte di composizioni settoriali dell'indice S&P 500 (e dell'economia) molto diverse. La tabella 1 mostra come siano cambiate le prime dieci società, all'inizio dei vari decenni dell'arco temporale lungo il quale si sono svolti i calcoli dell'andamento della crescita della produttività. Un'evidenza empirica trasversale, che sembra confermare l'idea che i miglioramenti di efficienza dell'economia possano procedere per cicli e che l'andamento delle aziende quotate in borsa, che in qualche modo si possono considerare una rappresentazione, benché ristretta e imperfetta, dell'economia, possa riflettere tale fenomeno.

Grafico 4: Andamento S&P 500 con crescita della produttività in aumento e in diminuzione

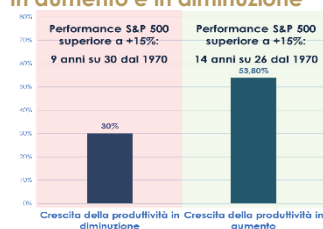


Tabella 1: Le prime dieci società dell'S&P 500 per capitalizzazione di mercato all'inizio dei vari decenni del periodo 1970-2025, lungo il quale si è misurato l'andamento della crescita della produttività del lavoro USA, e per completezza a inizio luglio 2025

| Da inizio 1970 | Da inizio 1980 | Da inizio 1990 | Da inizio 2000 | Da inizio 2010 | Da inizio 2020 | Da inizio luglio 2025 |
|---------------------|----------------|----------------------|---------------------|--------------------|--------------------|-----------------------|
| IBM | IBM | IBM | Microsoft | ExxonMobil | Apple | NVIDIA |
| AT & T | AT & T | Exxon | General Electric | Microsoft | Microsoft | Microsoft |
| General Motors | Exxon | General Electric | Cisco Systems | Walmart | Alphabet | Apple |
| Exxon | Amoco | AT & T | ExxonMobil | Procter & Gamble | Amazon | Amazon |
| Chevron | General Motors | Philip Morris | Intel | Johnson & Johnson | Facebook | Alphabet |
| Eastman Kodak | Mobil | Merck & Co | Walmart | Berkshire Hathaway | Berkshire Hathaway | Meta |
| Texaco | Texaco | Bristol-Myers Squibb | Lucent Technologies | Apple | JP Morgan Chase | Broadcom |
| General Electric | Schlumberger | Mobil | IBM | JP Morgan Chase | Johnson & Johnson | Berkshire Hathaway |
| DuPont | Eastman Kodak | Chevron | AOL | General Electric | Visa | Tesla |
| Sears, Roebuck & Co | DuPont | Procter & Gamble | Citigroup | Google | Procter & Gamble | JP Morgan Chase |

Benefici diffusi per l'economia dalla maggiore produttività possono raggiungere anche le aziende meno grandi

L'ultima volta in cui *T con Zero* ha affrontato il tema della produttività³, si è messa in risalto la possibilità che un miglioramento nei suoi tassi di crescita potesse diffondersi all'interno dell'economia in modo relativamente più veloce e pervasivo rispetto ad altri cicli di innovazione tecnologica, come quelli della diffusione del *personal computer* e di Internet. La ragione è che questa volta, a differenza delle precedenti, la modalità di interazione con le nuove tecnologie, con l'intelligenza artificiale, passa attraverso il linguaggio naturale o gesti semplici, come toccare uno schermo. Non è necessario imparare a impartire comandi con linguaggi di programmazione speciali, né acquisire competenze tecniche specifiche, almeno per cogliere i benefici di base e più immediati. Ciò può rendere più agevole l'adozione, almeno parziale, delle nuove tecnologie, con costi (monetari e non solo) più contenuti, da parte di un numero maggiore di aziende (o altri attori economici più in generale): anche quelle che, in una situazione analoga a quella dei cicli di innovazione precedenti, non avrebbero per adosse da investire per attrezzarsi e acquisire o sviluppare internamente competenze e strumenti necessari per adottare in modo fruttuoso la tecnologia. Se così fosse, una possibile implicazione per gli investitori è che le società a piccola capitalizzazione potrebbero beneficiare anche in termini di performance, dopo un periodo prolungato - gli ultimi 5-10 anni, a seconda dei mercati - di performance peggiori rispetto agli indici tradizionali delle aziende a larga capitalizzazione corrispondenti per area geografica. Qualche segnale che ciò potrebbe avvenire si vede negli Stati Uniti, e anche a livello globale ed europeo si è assistito a una stabilizzazione negli ultimi mesi (grafici 5-7).

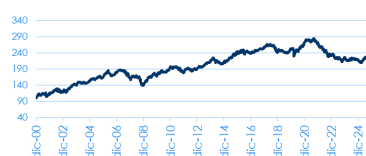
Grafico 5: Performance relativa small cap vs large cap globali⁴, 1994-2025



Grafico 6: Performance relativa small cap vs large cap USA⁵, 1979-2025



Grafico 7: Performance relativa small cap vs large cap Europa⁶, 2000-2025



Oltre a un andamento meno brillante rispetto alle grandi capitalizzazioni, l'osservazione dei dati storici consente di ravvisare una relazione tra andamento del tasso di crescita della produttività del lavoro e performance degli

T con Zero

La seconda generazione

N.43 - GENNAIO 2026

indici azionari a piccola capitalizzazione. C'è un ritardo di alcuni trimestri tra le due variabili, ma potrebbe esistere una logica economica di fondo per questo fenomeno. I benefici di una nuova tecnologia che rende il sistema economico più efficiente possono essere colti in prima battuta dalle aziende più grandi, che hanno maggiori risorse da dedicare all'implementazione di nuovi processi che accolgano e sfruttino le innovazioni. Con il passare del tempo, i benefici si propagano all'economia e i vantaggi della nuova tecnologia diventano accessibili alle aziende più piccole, con minori risorse, spesso perché la conoscenza di come utilizzarla si diffonde, mentre i costi di adozione diminuiscono.

Grafico 8: USA: performance relativa small cap vs large cap e produttività, da fine 1979

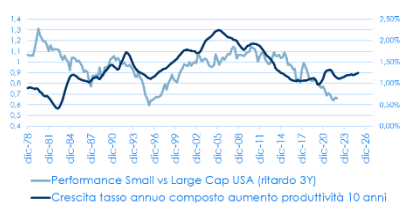


Grafico 9: USA: performance relativa S&P 500 Equal Weight⁷ vs S&P 500 e produttività, da fine 1989

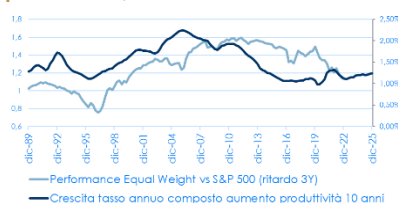


Grafico 10: Europa: performance relativa small cap vs large cap e produttività, da inizio 2006

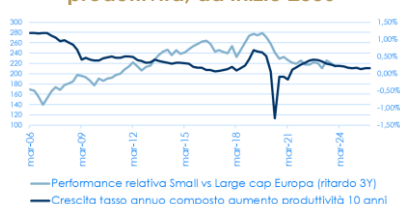
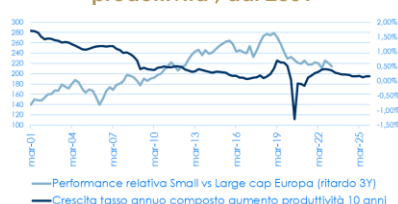


Grafico 11: Europa: performance relativa small cap vs large cap e produttività, dal 2001



I grafici 8-11 mostrano come l'andamento del tasso medio composto di crescita della produttività calcolato su un arco di 10 anni tenda a precedere di circa 3 anni la performance relativa delle società a piccola capitalizzazione rispetto a quelle maggiori. Per gli USA si prendono in esame sia le piccole aziende (indice Russell 2000) rispetto alle grandi (S&P 500), sia l'S&P 500 Equal Weight, in cui i componenti hanno tutti lo stesso peso, rispetto all'S&P 500 ordinario. Il fenomeno si può notare meglio negli Stati Uniti, rispetto all'Europa, dove una relazione in passato piuttosto tenue si può individuare, in modo lievemente più evidente, negli ultimi dieci anni. Questo forse sia per la storia più breve delle serie

di dati e una produttività meno vivace, sia per l'eterogeneità delle economie (nei grafici c'è un'aggregazione di Germania, Francia, Italia e Gran Bretagna, i Paesi principali) e dei listini azionari rispetto al caso degli USA.

Conclusioni: innovazioni che possono favorire l'efficienza economica possono anche sostenere i mercati

Le riflessioni di questa nota sono partite da una domanda sulla sostenibilità di performance molto elevate dei mercati azionari, e dalla considerazione che l'unico caso nella storia in cui un rally potente dell'S&P 500 - tre anni consecutivi di performance superiori al 15%, in Dollari e dividendi esclusi - sia proseguito per altri due, e con passo simile, si sia verificato in un ciclo caratterizzabile, almeno in parte, dalla diffusione di nuove tecnologie. Si è visto come ciò che contribuisce a far aumentare il tasso di crescita della produttività possa anche favorire il mantenimento di condizioni di espansione economica limitatamente inflattive, grazie ai guadagni di efficienza, e i mercati azionari (e indirettamente la qualità del credito societario).

Nella storia è capitato che la diffusione di tecnologie capaci di modificare sostanzialmente il modo di vivere e di lavorare abbia alimentato aspettative molto ottimistiche, con i trend di miglioramento estrapolati troppo e troppo a lungo nel futuro, ed è noto che in alcuni casi, nel passato, il brusco ridimensionamento di tali aspettative abbia provocato scossoni nei mercati finanziari.

Per quanto riguarda il mondo di oggi, si è già sottolineato⁸ come si possano trovare spiegazioni piuttosto convincenti almeno per parte dei fenomeni osservati sui mercati, in termini di andamento generale e valutazioni. Il possibile contributo all'economia di un'intelligenza artificiale pervasiva, accessibile a una platea molto vasta di operatori economici (magari significativamente più ampia che nei passati cicli di innovazione tecnologica) e in tempi più brevi, è qualcosa di difficile da valutare a priori, ma che potrebbe avere un effetto positivo notevole, potenzialmente capace di dispiegarsi per un periodo molto lungo. Le ricadute per i mercati finanziari potrebbero riguardare anche aree geografiche e parti del mercato che sono rimaste più indietro negli anni scorsi, più trascurate dagli investitori perché non evidenti beneficiari o protagonisti delle prime fasi delle trasformazioni e delle tendenze in atto.

A cura di Luca Tobagi, CFA – Head of Investment Strategy

T con Zero

La seconda generazione

N.43 - GENNAIO 2026

Note e riferimenti

1: Per l'analisi sulla produttività si usa la serie storica della produttività del lavoro in USA elaborata dall'OCSE, dati trimestrali dal 31 marzo 1960 al 31 dicembre 2025.

2: Per l'indice Standard & Poor's 500, in Dollari e dividendi esclusi, i dati vanno dal 30 dicembre 1927 al 31 dicembre 2025.

3: Si veda *T con Zero* n. 23, *La sfida della produttività*, aprile 2024.

4: Indici usati: MSCI All Country Small Cap Index e MSCI All Country Index, valori espressi in valuta locale e dividendi esclusi. La performance relativa è calcolata dividendo il valore del primo indice per il secondo.

5: Indici usati: Russell 2000 Index e Standard & Poor's 500, valori espressi in valuta locale (Dollari USA) e dividendi esclusi. La performance relativa è calcolata dividendo il valore del primo indice per il secondo.

6: Indici usati: MSCI Europe Small Cap Net Return Index e MSCI Europe Net Return, valori espressi in Euro e dividendi inclusi. La performance relativa è calcolata dividendo il valore del primo indice per il secondo.

7: : Indici usati: Standard & Poor's 500 Equal Weight e Standard & Poor's 500, valori espressi in valuta locale (Dollari USA) e dividendi esclusi. La performance relativa è calcolata dividendo il valore del primo indice per il secondo.

8: Si vedano *T con Zero* n. 41, *Blocchi logici, scoppi di bolle e domande frequenti*, novembre 2025; *T con Zero* n. 42, *Valutazioni azionarie, fondamentali e crescita*, dicembre 2025; *T con Zero* n. 37, *Le prospettive dall'alto*, giugno 2025

Le elaborazioni di tutti i grafici sono di Mediobanca Private Banking e dell'autore su dati Bloomberg e di altre fonti rilevanti. I dati raccolti vanno dall'inizio della disponibilità delle serie storiche al 31 dicembre 2025.

Perché T con Zero?

Il titolo di questa nota mensile, oltre a essere uno scherzoso riferimento al nome dell'autore, prende spunto da *Ti con zero*, un racconto e una raccolta di scritti di Italo Calvino. I racconti sono ambientati in un mondo che a volte può apparire poco reale, quasi fantascientifico, nel quale i personaggi cercano (e trovano) la soluzione ad uno specifico problema attraverso la semplificazione della complessità, il passaggio continuo dal concreto all'astratto, il ragionamento dal particolare al generale: in apparenza astratti, hanno in realtà un legame forte, immediato, con il vissuto e l'esperienza del singolo. In quest'ottica, con il nostro T con Zero vogliamo proporre analisi e approfondimenti su mercati, scenari e strategie che non si limitino solo ad un valore teorico o contingente, ma che possano offrire spunti di riflessione a più ampio spettro e durata più lunga utili e concreti nelle nostre scelte di investimento quotidiane. Nelle parole di Italo Calvino (*Ti con zero*, 1968) in cui le *t* rappresentano situazioni nel tempo: "Riassumendo: per fermarmi in *t* con zero devo stabilire una configurazione oggettiva di *t* con zero; per stabilire una configurazione oggettiva di *t* con zero devo spostarmi in *t* con 1; per spostarmi in *t* con 1 devo adottare una qualsiasi prospettiva soggettiva, quindi tanto vale che mi tenga la mia [...] per fermarmi nel tempo devo muovermi col tempo, per diventare oggettivo devo mantenermi soggettivo".

DISCLAIMER

Il presente documento (il "Documento") è stato preparato da Mediobanca Private Banking ("MBPB") a scopo puramente informativo ed è riservato a MBPB e ai suoi clienti. Il documento non ha carattere di offerta, invito ad offrire, o di messaggio promozionale finalizzato all'acquisto, alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti/prodotti finanziari di qualsiasi genere. Inoltre, esso non è inteso a raccomandare o a proporre una strategia di investimento in merito a strumenti finanziari. In particolare, il presente Documento non costituisce in alcun modo una raccomandazione personalizzata; lo stesso è stato predisposto senza considerare gli obiettivi di investimento, la situazione finanziaria o le competenze di specifici investitori. Il presente Documento è proprietà di Mediobanca Private Banking; esso non può essere riprodotto o pubblicato, nemmeno in una sua parte, senza la preventiva autorizzazione scritta di MBPB. Le informazioni, opinioni, valutazioni e/o previsioni contenute nel presente Documento (le "Informazioni") si basano su fonti ritenute autorevoli ed attendibili; tuttavia, MBPB non assume alcuna responsabilità per eventuali errori od omissioni né potrà considerarsi responsabile per le eventuali perdite, danni o conseguenze di qualsivoglia natura (legali, finanziarie o fiscali) che dovessero derivare dal fatto che si sia fatto affidamento su tale Documento. Ciascun investitore dovrà pertanto assumere le proprie decisioni di investimento in modo autonomo, tenuto conto delle sue caratteristiche e dei suoi obiettivi di investimento, e a tale scopo non dovrà basarsi, prioritariamente o esclusivamente, sul presente Documento. I rendimenti, le correlazioni e i livelli di rischio passati, eventualmente rappresentati nel Documento, non sono indicativi né garantiscono gli stessi rendimenti, correlazioni o livelli di rischio per il futuro. Le Informazioni contenute nel presente Documento costituiscono valutazioni di Mediobanca Private Banking aggiornate alla data della sua produzione e potrebbero variare nel tempo, senza necessità di comunicazione da parte di Mediobanca Private Banking e possono essere differenti da quelle di altri professionisti di Mediobanca e non le vincolano.



MEDIOBANCA
PRIVATE BANKING